

La política de dividendos: estudio del caso La Familia

SOLEDA D MOYA
Universitat Autònoma de Barcelona

Fecha de recepción: 23/09/10

Fecha de aceptación: 15/02/11

Resumen

El caso planteado analiza la política de dividendos llevada a cabo por la empresa La Familia. Los diferentes propietarios de la empresa sostienen posturas divergentes respecto al reparto de dividendos y mientras el accionista mayoritario aboga por una política conservadora de poco reparto, algunos accionistas minoritarios preferirían aumentar el porcentaje de beneficios repartidos. Del análisis de la empresa se desprende que presenta una situación tanto económica como financiera positiva. Los argumentos a favor de un mayor reparto serían el ya suficiente volumen de capitalización, el posible aumento de rentabilidad con mayor nivel de deuda, la solvente situación financiera a corto plazo y el hecho de que los accionistas lo reclamen. En contra cabe argumentar la fiscalidad y la alta rentabilidad. La empresa en todo caso deberá tratar de conseguir un equilibrio entre la maximización de su valor y la satisfacción de sus propietarios.

Palabras Clave

Política de dividendos, capitalización, rentabilidad, autofinanciación.

Abstract

This case study analyzes the dividend policy of the company «La Familia». The shareholders support different dividend strategies and while the majority holding wants to keep a very conservative policy with low dividend payout, some other owners would prefer to increase the percentage of income paid out. The analysis of the financial statements of the company shows how it is a strong and capitalized firm. Arguments in support of an increment in the dividend payout would be the level of capitalization, the increase on return due to more external financing, the strong short term financial position and the fact that some shareholders do claim for it. Arguments against would be tax and the high level of the ROE. In any case, the firm should try to find a balance between maximising the value of the company and the satisfaction of its owners.

Keywords

Dividends policy, capitalisation, return, self-financing.

1. Presentación

El consejo de administración de Perfumes La Familia, empresa que actúa desde hace cuarenta años en el sector de la cosmética, está reunido para decidir la conveniencia de seguir con la política de endeudamiento y capitalización que se ha seguido hasta el presente. La totalidad de las acciones de la empresa está en manos de la familia Ribot, de acuerdo con el detalle siguiente:

Titular	Porcentaje
Oscar Ribot	55%
Felix Ribot	10%
Maria Ribot	10%
Gigí Ribot	25%
Total	100%

Como se puede comprobar en los estados financieros de la empresa, la empresa ha optado por destinar a reservas la mayor parte de los beneficios

obtenidos, lo que junto con la reducción de los tipos de interés, ha hecho que la carga financiera se haya ido reduciendo.

Sin embargo, algunos miembros de la familia, especialmente Felix y Maria, no están conformes con la política de poco reparto de dividendo que está siguiendo la empresa. Tanto Félix como María, creen que si la empresa necesita fondos para ir financiando sus necesidades de inversión, debería recurrirse a la banca. En este sentido, hay que tener en cuenta que se reciben continuamente visitas de diversos profesionales de la banca que ofrecen financiación en condiciones muy ventajosas para la empresa.

Oscar argumenta que la rentabilidad que consigue la empresa es superior a la que podrían alcanzar los accionistas si invirtiesen unos mayores dividendos en otras alternativas. De hecho, en la actualidad el coste de oportunidad de los accionistas es del 10% anual. Además, a Oscar le preocupa la posibilidad de perder independencia financiera y aumentar el nivel de riesgo.

La posición de Gigí es ambigua, como su vida misma, y no se decanta por ninguna de las dos posturas.

A la vista de estas consideraciones, y los datos que se acompañan a continuación, se trata de determinar la conveniencia de continuar con la política de endeudamiento y capitalización que tiene la empresa.

2. Información económico financiera

A continuación se acompañan los balances de situación, cuentas de resultados y dividendos repartidos por la empresa en los dos años anteriores (año 1 y año 0) y la previsión para los tres próximos años (años +1, +2 y +3).

a) Balances de situación

	-1	0	+1	+2	+3
Inmovilizado neto	305	310	302	346	442
Existencias	433	473	481	516	555
Realizable	351	392	336	350	359
Disponibles	96	110	73	89	138
Total activo	1185	1285	1192	1301	1494
Patrimonio neto	653	744	881	1043	1229
Deudas largo plazo	155	165	41	34	29
Deudas corto plazo	377	376	270	224	236
Total pasivo y patrimonio neto	1185	1285	1192	1301	1494

b) Cuentas de resultados

	-1	0	+1	+2	+3
Ingresos	+929	1103	1220	1312	1400
Coste de ventas	-360	-469	-485	-520	-557
Gastos estructura	-387	-435	-480	-503	-519
Amortizaciones	-26	-30	-40	-42	-43
Otros resultados	+87	+4			
BAII	243	173	215	247	281
Gastos financieros	+9	-26	-4		
Ingresos financieros	-26	+7		+7	+14
BAI	219	154	211	254	295
Impuesto sociedades	-66	-46	-63	-76	-89
Beneficio neto	153	108	148	178	206

c) Dividendos repartidos

	-1	0	+1	+2	+3
Dividendos repartidos	9	9	0	5	9

Notas:

- El incremento del patrimonio neto se debe exclusivamente al aumento de reservas procedentes de beneficios no repartidos.
- La partida de otros resultados corresponde a resultados extraordinarios obtenidos por la empresa y clasificados, según la normativa contable en resultados de explotación.
- La empresa nos informa que de la deuda que posee a corto plazo, aproximadamente un 50% es con coste.

3. Análisis de los estados financieros

Si analizamos los porcentajes verticales de la Figura 1 observamos como las proporciones del activo prácticamente no cambian a lo largo de los años analizados. El inmovilizado neto se mantiene en un porcentaje más o menos constante de entre el 25 y el 30% mientras que el activo corriente, compuesto por las existencias, el realizable y el disponible, configuran el 70% restante. Dentro del activo corriente, la composición también se mantiene bastante estable, suponiendo las existencias alrededor del 35 o

40%, el realizable entre el 25 y el 30 y el disponible entre el 7 y 9%. Ello nos hace pensar que la empresa no tiene intención de efectuar grandes cambios en su estructura ni en su actividad y que si parece prever un crecimiento estable de su negocio.

	-1	%	0	%	1	%	2	%	3	%
Inmovilizado neto	305	26	310	24	302	25	346	27	442	30
Existencias	433	37	473	37	481	40	516	40	555	37
Realizable	351	30	392	31	336	28	350	27	359	24
Disponible	96	8	110	9	73	6	89	7	138	9
Total activo	1185	100	1285	100	1192	100	1301	100	1494	100
Patrimonio neto	653	55	744	58	881	74	1043	80	1229	82
Deudas largo plazo	155	13	165	13	41	3	34	3	29	2
Deudas corto plazo	377	32	376	29	270	23	224	17	236	16
Total pasivo y patrimonio neto	1185	100	1285	100	1192	100	1301	100	1494	100

Figura 1: Balances de situación en porcentajes de Perfumes La Familia

En cuanto al pasivo y patrimonio neto, si observamos un cambio en la presencia de las diferentes fuentes de financiación. Así, el porcentaje de patrimonio neto o recursos propios se espera que pase del 55% al 82% aumentando por tanto de manera significativa el volumen de capitalización de la empresa. A su vez, los porcentajes esperados de deuda disminuyen significativamente pasando del 13% al 2% en el caso de deudas a largo plazo y del 32% al 16% en el caso de la deuda a corto plazo.

Se confirma, por tanto, la tendencia prevista por la empresa de fortalecer la estructura financiera en base al incremento de reservas procedentes de los beneficios obtenidos manteniendo un nivel de reparto de dividendos relativamente bajo.

En cuanto al análisis de las cuentas de resultados, tanto las reales como las previstas, podemos observar en la Figura 2 como la tendencia en ventas es de incremento continuado. El porcentaje de incremento total en ventas previsto para el período analizado es de un 50%.

Observamos como la proporción de gastos de explotación se mantiene en el tiempo excepto por la partida de otros resultados que desaparece en los años previsionales. Ello es debido a que se trata de gastos de carácter extraordinario que se han producido en los años -1 y 0 y que la empresa no espera que se vuelvan a producir en los ejercicios siguientes.

	-1	%	0	%	1	%	2	%	3	%
Ingresos	929	100	1103	100	1220	100	1312	100	1400	100
Coste de ventas	-360	-39	-469	-43	-485	-40	-520	-40	-557	-40
Gastos estructura	-387	-42	-435	-39	-480	-39	-503	-38	-519	-37
Amortizaciones	-26	-3	-30	-3	-40	-3	-42	-3	-43	-3
Otros resultados	87	9	4	0	0	0	0	0	0	0
BAII	243	26	173	16	215	18	247	19	281	20
Gastos financieros	-33	-4	-26	-2	-4	0		1		0
Ingresos financieros	9	1	7	1		0	7	0	14	1
BAI	219	24	154	14	211	17	254	19	295	21
Impuesto sociedades	-66	-12	-46	-4	-63	-5	-76	-5	-89	-6
Beneficio neto	153	16	108	10	148	12	178	14	206	15

Figura 2: Cuentas de resultados en porcentajes de Perfumes La Familia

En cuanto al resultado financiero, observamos que se prevé que desaparezcan con el tiempo los gastos financieros confirmando con ello el deseo de la empresa de aumentar su volumen de autofinanciación y, por tanto, disminuir de manera significativa su dependencia financiera exterior.

El beneficio antes de intereses e impuestos decrementa significativamente entre el periodo -1 y 0 debido a la ausencia en el año 0 de los resultados de +87 (otros resultados) que son extraordinarios. Sin embargo, a partir del año 0 se espera un incremento constante del porcentaje de dicho beneficio sobre ventas hasta alcanzar el 20% en el último año. Por otro lado y respecto al beneficio antes de impuestos y beneficio neto, la tendencia es similar llegando al 21% sobre ventas el primero y al 15% de ventas el segundo en el último período.

Si calculamos algunos ratios observamos lo siguiente:

	-1	0	1	2	3
Solvencia (Activo corriente / Pasivo corriente)	2,3	2,6	3,3	4,3	4,5
Tesorería (Realizable + disponible / Pasivo corriente)	1,2	1,3	1,5	2,0	2,1
Prueba del ácido (Disponible / Pasivo corriente)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6
ROI (BAII / Activo)	20,5	13,5	18,0	19,0	18,8
ROE (Beneficio neto / Patrimonio neto)	23,4	14,5	16,8	17,1	16,8
Coste de la deuda (gasto financiero/Deuda con coste)	9,6	7,4	2,5	0,0	0,0
Apalancamiento financiero (diferencia entre ROI y coste deuda)	Positivo	Positivo	Positivo	Positivo	Positivo
Dividendo/Beneficio Neto	0,06	0,08	0,00	0,03	0,04

Figura 3: Ratios de Perfumes La Familia

Si pasamos al análisis de la situación financiera de la empresa, consideramos en primer lugar el ratio de liquidez calculado como el cociente entre el activo corriente y el pasivo no corriente. Dicho ratio nos informará sobre la capacidad que tiene la empresa de hacer frente a sus pagos a corto plazo. En el caso de la empresa analizada, dicho ratio se mantiene en niveles superiores a 2 en todos los años considerados lo que nos informa de la capacidad sobrada de la empresa para atender dichos pagos a corto plazo.

A continuación se considera el ratio de tesorería, calculado como el cociente entre la suma del realizable y disponible y el pasivo corriente. Dicho ratio debería oscilar alrededor del valor 1 y observamos como la empresa en todos los ejercicios presenta valores superiores a 1 con lo que es clara su capacidad de atender los pagos a corto teniendo en cuenta únicamente su realizable (cuentas a cobrar) más su disponible (tesorería y otros medios efectivos equivalentes).

En cuanto a la prueba del ácido, observamos como los valores oscilan en torno al 0,3 y 0,6 confirmando por tanto la buena salud de tesorería de que goza la empresa.

Los ratios que incorpora la Figura 3 referidos a la rentabilidad de la empresa son el ROI (*Return on Investments* equivalente al ROA o Rentabilidad de los activos) y el ROE (*Return on Equity* equivalente a la Rentabilidad de los recursos propios o Patrimonio Neto).

En el caso del ROI, observamos como en el primer año supone un 20% aunque sufre una importante bajada en el segundo año (13,5%) debido principalmente a la desaparición de los ingresos extraordinarios (partida de otros resultados) pero a continuación se recupera y se espera que alcance un 19% en el último año. En cuanto a la ROE o rentabilidad de los accionistas, sigue una tendencia parecida a la del ROI y en todo caso se sitúa en niveles muy altos para todos los ejercicios.

En cuanto al coste de la deuda, se ha calculado como el ratio entre los gastos financieros y el total de deuda con coste. Para ello se ha considerado en el denominador el total de deuda a largo plazo y el 50% de la deuda a corto plazo según nos informan las cuentas anuales de la empresa. Observamos como el primer año tenemos un coste aproximado del 10% que baja ya en el segundo año al 7,5%. Siguiendo la intención de la empresa de eliminar al máximo la dependencia financiera con coste en los próximos ejercicios, el coste de la deuda desaparece por completo a partir del año 2.

La diferencia entre la ROI y el coste de la deuda determina el apalancamiento financiero de la empresa. Para todos los ejercicios el ROI es superior al coste de la deuda lo que indica que la empresa obtiene una rentabilidad en sus inversiones que es superior al coste financiero y que, por

tanto, la empresa tiene margen para endeudarse. Un aumento de su endeudamiento podría producir un aumento de la rentabilidad de los accionistas²⁰.

El ratio de dividendo sobre beneficio neto (*dividend payout ratio*) calcula el cociente entre el dividendo efectivamente repartido a los accionistas y el beneficio neto del ejercicio. Generalmente, empresas en período de expansión tienen valores bajos de dicho ratio ya que retienen la mayor parte del beneficio en la empresa para financiar proyectos de inversión futuros (White et al, 2003). Sin embargo, empresas más maduras y con una determinada cuota de mercado más estable tienen a tener valores más altos de dicho ratio. En la empresa analizada, dicho ratio se mantiene en valores muy bajos y la intención de la empresa es incluso disminuirlo más de cara a autofinanciar el negocio de la empresa lo máximo posible.

4. Política de dividendos y estructura óptima del capital

La política de dividendos representa el plan de acción de la empresa en relación al pago de rendimientos a los accionistas mediante el que se pretende obtener un equilibrio entre el nivel adecuado de capitalización de la empresa y la satisfacción de los accionistas. La política de dividendos de la empresa debería diseñarse con dos objetivos en mente: maximización de la riqueza de los propietarios y mantenimiento de un adecuado nivel de financiación. Dichos objetivos no deben ser mutuamente excluyentes sino que deben constituirse en un adecuado equilibrio.

Han sido muchos los estudios que han intentado relacionar la política de dividendos con el valor de la empresa (Mascareñas, 2003). Dichos estudios se han realizado en base a empresas cotizadas donde lo que se busca es ver si la política de dividendos resulta ser un indicador fiable de las posibles variaciones sobre el precio de las acciones. Sin embargo, hasta el momento no se ha podido demostrar que la dicha política sea un factor determinante a la hora de establecer el valor de la acción de una empresa. Ello ha hecho que las decisiones en relación a los dividendos como política de financiación hayan quedado a menudo relegadas a posiciones bastante inferiores a las decisiones de inversión.

La política de dividendos está a su vez muy relacionada con el intento de alcanzar la estructura óptima de capital. La obtención de una estructura

20. Para un estudio pormenorizado del apalancamiento financiero y su relación con la rentabilidad financiera o rentabilidad de los accionistas ver Gironella, E: (2005).

óptima de capital se basa en la búsqueda de las proporciones de capital y deuda que minimicen el coste medio ponderado de la financiación y que maximicen el valor de la empresa (Mazón et al, 2003). Sin embargo, el hecho de alcanzar o no dicha estructura de capital vendrá condicionado por múltiples factores como son la desgravación fiscal, los costes de insolvencia o los costes de agencia²¹ entre otros.

En la empresa que estudiamos, de carácter familiar y no cotizada, la política de dividendos seguida por la empresa está relacionada con la filosofía de sus propietarios y sus necesidades de financiación (no tanto de la empresa sino probablemente de sus accionistas a nivel particular).

El socio mayoritario de la empresa aboga por mantener una política muy conservadora donde el nivel de reparto de dividendos sea mínimo con lo que se pueda conseguir un volumen de capitalización muy alto y, por tanto, la dependencia financiera del exterior sea mínima. Sin embargo, parte de los socios minoritarios abogan por un reparto mayor de dividendos y apoyarían la búsqueda de financiación bancaria en caso de ser necesario.

Antes de analizar el caso particular de la empresa que nos ocupa podríamos decir que, en general, la aportación de capital tienen un riesgo mayor a los fondos de terceros dado que si la empresa entrara en situación de quiebra se satisfaría antes la deuda con terceros. Además suele suceder (sobre todo en las PYMES) que los accionistas actúen como avaladores de préstamos bancarios, con lo cual incluso se podrían embargar sus bienes. Así pues, los accionistas suelen exigir un rendimiento superior al de los prestamistas (Mazón et al, 2003). En la actualidad, suele estar en un mínimo del 4% pero puede llegar incluso a doblar el coste de los fondos ajenos en función del riesgo de mercado o del riesgo de la empresa. Si la empresa opta por financiar inversiones con autofinanciación (reservas) ello supone un coste de oportunidad para los accionistas que se mide a través del rendimiento que éstos podrían obtener de estos fondos en una inversión alternativa. En el caso de la empresa dicho coste de oportunidad está en torno al 10%

Si analizamos los puntos a favor y en contra de la decisión de repartir

21. Podemos definir los costes de agencia como la posible pérdida de valor que se puede producir en las empresas por la falta de coincidencia entre los intereses de los propietarios/accionistas y los intereses de los gerentes/directivos de la misma. Dichos costes suelen estar más presentes en las grandes organizaciones donde a menudo la propiedad está claramente separada de la dirección. En dicho caso y bajo circunstancias normales, los intereses de la propiedad siempre se basarán en la maximización del valor de la empresa mientras que en caso de la gerencia los incentivos pueden ser diversos y en ocasiones divergentes de los de los propietarios.

mayores dividendos para el caso de la empresa La Familia podríamos encontrarnos con lo siguiente:

Como puntos a favor:

– Capitalización:

La empresa tenía una proporción de patrimonio neto sobre total activo del 55% en el ejercicio -1 y del 58% en el ejercicio 0. Dicha estructura de capital parece ya suficientemente estable y ofrece garantías sobre el nivel de capitalización de la empresa. En sus previsiones, dichos porcentajes aumentan de manera sustancial hasta alcanzar el 82% de recursos propios sobre total activo en el año 3, nivel que quizá sea demasiado alto considerando que un cierto nivel de endeudamiento podría favorecer la rentabilidad de la empresa.

– ROI superior al coste de la deuda:

Hemos observado como el ROI es superior al coste de la deuda y que, por tanto, el apalancamiento financiero es favorable. Ello nos indica que la empresa tiene margen para endeudarse y que hacerlo podría incrementar la rentabilidad de sus recursos propios con lo que en este caso interesaría aumentar el reparto de dividendos.

– Tesorería:

Del análisis de los ratios de liquidez y tesorería expuestos en apartados anteriores se comprueba como la empresa no tiene ningún problema de tesorería y que podría afrontar sin problema un mayor reparto de dividendo.

– Se ha repartido poco hasta ahora:

Hasta el momento se ha repartido poco dividendo y la política ha sido muy conservadora.

– Solicitud de los accionistas:

Parte de los accionistas han solicitado un mayor reparto de dividendos. Uno de los objetivos de la política de dividendos es conseguir la satisfacción de los propietarios siempre que sea compatible con la maximización del valor de la empresa pero en el caso que se analiza parece que ambos objetivos son compatibles.

Como puntos en contra:

– ROE muy alto, difícil de superar:

Hemos visto en la Figura 3 como la ROE de la empresa se mantiene en niveles muy altos para todos los ejercicios, porcentajes superiores al coste de oportunidad de los accionistas que se estima en un 10%. Por lo tanto, desde un punto de vista de rentabilidad de la inversión en la empresa quizá no interese aumentar el dividendo.

– **Fiscalidad:**

La fiscalidad no aconseja repartir mayor dividendo por su tributación como renta de las personas físicas.

5. Conclusiones finales

El caso planteado analiza la política de dividendos llevada a cabo por la empresa La Familia. Los diferentes propietarios de la empresa sostienen posturas divergentes respecto al reparto de dividendos que se ha efectuado hasta la fecha y el que se tiene previsto en próximos ejercicios. Así, mientras el accionista mayoritario propone una política conservadora y de poco reparto de dividendo, algunos accionistas reclaman que se aumente el reparto de beneficios.

La empresa tiene una situación financiera sólida, mantiene unos porcentajes de recursos propios elevados que la hacen autónoma financieramente y aseguran suficiente nivel de capitalización y garantía frente a terceros. Su situación financiera a corto plazo es también positiva en cuanto a sus disponibilidades de tesorería y su capacidad de hacer frente a los pagos a corto plazo.

En cuanto a su resultado y rentabilidad, hemos visto también como se trata de una empresa muy rentable, con perspectivas de crecimiento y que ofrece a sus accionistas rendimientos de sus inversiones muy atractivos.

Los argumentos a favor de un mayor reparto de dividendos serían que la empresa ya tiene suficiente volumen de capitalización, que una mayor proporción de deuda podría aumentar la rentabilidad de los recursos propios, que tiene suficiente capacidad financiera a corto plazo y que parte de los accionistas lo han solicitado. Como argumentos en contra podríamos hablar de la fiscalidad y del extremadamente alto valor de la ROE.

La decisión de repartir o no mayor dividendo debe tener en cuenta todos los factores expuestos y también otros de carácter más personalista como las posturas y visiones de cada uno de los socios y sus posibles necesidades financieras. La empresa en todo caso deberá tratar de conseguir un equilibrio entre la maximización del valor de la empresa y la satisfacción de sus propietarios.

Referencias bibliográficas

- AMAT, O. (2008) *Análisis integral de empresas*, Profit Editorial, Barcelona.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- COPELAND, T.E., WESTON, J.F. y SHASTRI, K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.
- GIRONELLA, E. (2005) «El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2, pp. 69-88.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- MASCAREÑAS, J. (2002) *La política de dividendos*, Universidad Complutense de Madrid.
- MAZON, F., OLSINA, F., AGUILA, S. (2003) *Finanzas: de la planificación a largo a la gestión diaria de tesorería*, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- Real Decreto 1515/2007 de 16 de noviembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad para las pequeñas y medianas empresas.
- VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.
- WHITE, G., SONDEHI, A., FRIED, D. (2003) *The analysis and use of financial statements*, John Wiley and Sons, Nueva York.



Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensión 2019
info@accid.org – www.accid.org